



开放经济下走向浮动汇率的最优选择

The Optimal Choice of a Floating Exchange Rate in an Open Economy

秦 勇

摘 要：中国储备资产绝对规模全球最大，应对任何短期的冲击都显得十分充裕，容易掩盖开放经济体中面临的中长期硬约束。本文从短期偿债压力着手，分析中、长期国际投资头寸结构变化，认为中国汇率机制面临转变；以法国为例，回顾了一个从管理浮动走向清洁浮动汇率的过程，明确了需要同时进行的国内财政和货币金融政策的配套改革；最后，基于中国外汇管理与财政和货币政策的配合，指出走向浮动汇率可能是更高效地利用国际市场的必然选择。

关键词：汇率机制 国际收支账户 国际投资头寸 财政政策 货币政策

Abstract: China's reserve assets, the world's largest, appear sufficient for dealing with any short-term shocks though they tend to obscure the medium- and long-term hard constraints faced in an open economy. This article argues that China's exchange rate mechanism faces a shift in terms of short-term debt service pressures and changes in the structure of its medium- and long-term international investment positions. Using France as an example, the article reviews the process of moving from a managed float to a clean floating exchange rate, specifying the complementary domestic fiscal, monetary and financial policy reforms that need to be undertaken simultaneously. Finally, based on an alignment of China's foreign exchange management with fiscal and monetary policies, the article points out that moving toward a floating exchange rate is an inevitable choice for more efficient use of the attributes of international markets.

Keywords: Exchange Rate Mechanism, Balance of Payments Account, International Investment Position, Fiscal Policy, Monetary Policy

秦勇，太平洋保险集团资深经济学家。



引言

货币政策“以为我主”是在中美贸易摩擦之后，中国提出以国内大循环为主体，国际国内双循环相互促进的经济发展战略方针下，又时逢中美经济周期、防疫方针背道而驰的环境中应运而生的。在一定意义上，任何主权国家的政策，都是“以为我主”，并没有哪个国家会依照别的国家的经济变量制定自己的政策。这个问题的内涵还要回到国际经济中的货币体制，各国采用的货币体制类型主要包括：固定汇率，清洁浮动汇率，有管理的浮动汇率。当下的全球汇率体系是沿袭自二战后的以美元为主的汇率体系，虽然目前全球的清算支付体系中已经不是美元独大，并且还面临着欧元进一步强化、俄罗斯去美元化、人民币国际化等诸多挑战，但是美元当前在国际货币体系中的作用仍然难以动摇。

具体到中国，实行的是合理水平上双向波动的弹性汇率机制，它有两层意义：一方面这个波动仍然是围绕美元，另一方面所谓合理水平涉及货币当局的评价，实际上等同于波动区间加大的有管理浮动。短期如果汇率波动太大，跨境资金流动剧烈，资产价格波动过大，影响对经济的信心，所以有合理水平的判断符合现实需要。而双向波动则体现了周期性的特征，也就是要正视不同经济体之间经济周期不同步的情况。于是，在当下与主要盯住货

币国经济周期有较大错位的时候，中国提出货币政策的主张就是所谓的“以为我主”。

开放经济下财政与货币政策的经验研究

对于开放经济体来说，财政、货币与金融政策可能并不如大部分人认为的那样有很大自主权，固定汇率在没有最低储备制约下，不会对国内信贷增速形成约束，但是当触及最低储备条件，固定汇率体系就会走向崩溃，现实中最低储备肯定是在的，一方面存在实际的储备求偿的情况，另一方面储备并不是可以随时随地在国际市场上借到。那么一国就存在生息负债对产出的比例边界。Helpman & Razin (1986) 指出，在短期内，政府可以自由实施财政和货币政策并维持固定汇率体系，但是当政府进行汇率管理时，经济主体就可以预期到相关的措施，对相关市场的压力就会开始显现，所以固定汇率的成功与否主要看其他政策的效果和导致的预期。

有很多理论研究政府政策与名义汇率的关系，也有有关财政政策可能引发长期通胀、与固定汇率本质上不相容的研究。Vittorio Grilli 研究认为政府支出是决定汇率水平和两种汇率机制之间转换的根本外生因素。从美元英镑的汇率历史可以看出，在政府支出相对平稳的时候，可以选择固



定汇率，但是如果政府支出很大，并且波动很大，更适合浮动汇率。这个研究包括了英美固定和浮动汇率的不同时期，时间从1870年到1980年，期间决定美元英镑汇率的关键因素就是政府支出，并发现名义汇率受到挑战一定是因为财政支出受到挑战。

经济学理论认为大国的利率溢出效应主要体现在固定汇率下利率自动调整，而浮动汇率下一国利率不会受到别国利率的调整影响。Julian Giovanni估算，基准货币国家的利率提高1个点，可能会导致盯住汇率国家的实际GDP下降0.2个百分点，发生作用的渠道正是通过国内利率的调整。Shambaugh (2004) 与Obstfeld研究表明浮动汇率下利率变化远小于固定汇率下的利率变化，尽管固定汇率更担心名义值变化。当然它不会直接影响国内利率，而是通过改变汇率预期和风险溢价间接影响国内利率。Uribe & Yue (2006) 指出，大多数研究表明，一国基准利率变动对贸易的影响不显著，因此利率不是影响本国经济实际增速的主要途径。同时，浮动汇率下，基准国利率变动并不会影响本国的利率，这和浮动汇率的利率平价理论推断是一样的，结果上也证实了浮动汇率下本国货币政策是独立的。

这些实证研究不一定提供了批评的角度，而是给出了浮动还是固定汇率制度选择的成本考量。稳定国内经济的政策实际

上就是锚定一个名义变量，更确切一些是在货币稳经济还是汇率稳经济之间做出选择。Helpman & Drazen (1987) 强调稳定本国经济就是要做出两个选择：政客和央行实施紧缩的货币政策，要么通过控制货币供应，要么通过汇率升值；控制预算的政客决定是否实施紧缩的财政政策，并和央行稳定经济的货币政策保持一致。拉美的经验十分有说服力，拉美大多数国家在遭受冲击前就积累了大量的财政赤字，并且大部分国家都推出的是汇率稳定计划，但由于同期并没有进行财政改革，最后不得不放弃，然后再诉诸于通胀。只有个别实行货币稳定计划的，同时进行财政整固，才得以保持价格的稳定。背后的原因就是，汇率升值的前期，会导致通胀大幅下降，但是赤字融资最终会让固定汇率崩盘，这种稳定经济计划无法长久。控制预算的政客当前享受到高支出、低通胀，未来却受制于高通胀。货币稳定经济计划，如果无法缩减赤字，也必然会导致未来的高通胀预期，Sargent & Wallace (1981) 认为政策锚定两个名义变量无论哪一个都会造成当期和未来的高通胀，结果就是政客要容忍高通胀以支付当前的高支出。但是，实际中如果政客对当前的通胀忍耐力更低，就会在当下进行财政整固，因此货币稳定经济计划更能取得良好的效果。

中国是一个大型开放经济体，进出口部门在过去经济发展中起到了引进管理、



技术与扩大市场的作用，这个时候中国的货币与财政政策通过汇率的窄幅波动保持了较好的独立性。当前中国经济体量已经位于世界第二，进一步融入全球经济应当在贸易往来之外，充分利用全球资本市场。在开放经济的市场环境下，弱化汇率管理，可能是更好把握财政与货币政策主动性的必然选择。

浮动汇率可能是开放经济的最佳选择以及如何应对

结合上面介绍的问题由来与理论背景，从三个方面来探讨浮动汇率的优势与中国的选择：首先，什么是开放经济下，财政和货政策的边界；其次，主要经济体的经验；最后，要做到“以我为主”中国应该做出哪些改变。

在开放经济下，财政和货币政策的条件和边界

开放经济体的国民收入恒等式

我们都知道经典的国民收入恒等式，简写为： $GDP=TDD+FB$ ，即GDP等于国内总需求加上净出口。开放经济体可以利用外部需求，或者在一些条件下也不得不考虑外部资源的约束。如果我们考查一国可以利用的资源，即国民可支配收入，则是： $GNDI=TDD+CAB$ ，即国内总需求加上国际收支净额，由这个可以推导出一国国内所面临的实际资源约束： $I=(GNDI-C)-CAB=S-$

$CAB=S+CAD=S_p+S_g+CAD$ ，最后一个等式即国内投资（包括私人投资与政府投资），等于储蓄加上国际收支赤字，储蓄包括私人储蓄和政府储蓄。

上面公式从两方面展示了开放经济下国内与国外的补充与互动关系。首先，从消费角度，需求可以来自国际市场。一方面出口的增长长期被国家作为经济增长的重要的策略，而净出口部门可能在短期成为一国短期经济增长的重要来源，比如中国2021年的经济增长就体现了出口部门的重要性。另一方面，国际市场也还有平滑国内消费的作用，尤其是农产品价格的波动，可以利用国际市场的供给来弥补。其次，从投资角度，私人投资和政府投资可以利用的资源来自于私人储蓄和政府储蓄以及国际收支赤字。投资事关一国未来发展的资本存量形成，受到国内储蓄和流入国内的海外储蓄的限制。当下全球大部分经济体都赤字经营，尤其中国每年以赤字目标来统筹当年的经济发展。这些就是一国发展受到的实际资源约束。此时，如果我们更关注政府投资，或者说财政政策，这对中国来说是发展经济的重要抓手，那么它有两个重要来源：一个是私人部门盈余，就是私人储蓄减去私人投资；另一个就是国际收支赤字，就是海外流入中国的储蓄资源，当然具体到国际收支账户中，它可以是海外直接投资，或者金融账户及投资账户的赤字。



假定 $Ip=Sp+GS+CAD$ 中，政府盈余增加或者政府举债，并用于基础设施建设，由于进口并不会立刻回落。此时如果该国的经济增速在潜在增速之下，那么政府投资增加会刺激就业，拉动消费，但政府投资拉动经济而增加的税收是没办法完全覆盖它的支出的，因此GS可能是赤字状态。此时，一方面赤字融资挤占私人储蓄，同时进口增加经常账户恶化，两个方面一起导致私人投资受到严重的挤压，但对中国的情况来讲由于有大量的贸易盈余，目前还是私人投资的主要融资来源。长期来看，中国用固定赤字率追求经济增速的发展模式，经常账户盈余如果回落，私人投资可能面临收缩。

从上可以看出一个开放经济体面临两方面的制约。第一，是贸易盈余的大小制约私人投资，从绝对值上，中国的贸易盈余在中美贸易战爆发的初期2018年受到一定影响，但2019年开始就大幅反弹，并且在疫情暴发后还不断创出新高。但是，我们考虑的是对经济发展的贡献，可以看到贸易盈余占到GDP的比重在2007年就已经达到高点，之后便开始滑坡，平均占比保持在2%的水平，也就是说依靠贸易盈余支持的私人投资对经济的贡献度也是越来越小的。2019年开始，贸易盈余有一部分是靠进口替代，以及履行中美贸易协定承诺的定向性采购，意味着如果不考虑这部分增量实际进口回落的更快，同时出口高增

长很大程度上与疫情以及芯片等产业链未来可能面临变化或调整等短期因素相关。这样，贸易盈余高增长可持续性不强，它目前对私营部门的支持，以及形成私营部门对GDP的贡献未来可能面临挑战。

第二，政府支出受制于贸易盈余与储蓄率下行。中国的储蓄率与经常账户占GDP的比重同步见顶，这可能与2008年四万亿救市相关，中国政府第一次推出激进的基建投资，并且之后的时间为了保持经济的高增长，维持了相当强度的基建和房地产投资。储蓄率下降有很多解释，但是如果政府支出并没有让居民的收入实现同等速度的增长，或者消费增长快于收入增长，那么结果就是储蓄率下降并挤占私人投资。2020年受新冠疫情影响，中国同样采取了财政刺激的救市措施，推动激进的基建，并短暂刺激了房地产投资，进入2021年又实施了十分严厉的降杠杆措施（2021年房地产政策是前松，中紧，后又松），这些高频率的财政操作，无论是政府支出还是政府紧缩都不利于居民收入增长。未来中国的储蓄率有进一步下行的空间，通常亚洲国家的储蓄率相对较高，对比亚洲高收入国家的韩国，他的全民储蓄率是高过日本的，较中国的储蓄率要低大概10个点。这意味着未来无论是经常账户还私营部门为政府支出融资的空间都变小。

上面分析了政府赤字的实际资金来



源，具体到政府赤字的实现，它可以通过国内和国外借贷融资，国内融资渠道包括银行借贷和净发行债券，海外融资包括发行债券和净外资银行借款，最后就是铸币税。国内融资渠道面临到的最大考验是政府债务可持续性问题，国外借贷渠道面临的重大考验则是国际收支账户可持续性。这两种可持续性之间也并不是割裂的，往往其中之一的可持续性会影响到另一个的可持续性。

政府债务可持续性为IMF对各个国家进行年度经济评估时的重要考量，并在《第四条磋商报告》中有专门的讨论，对于有一定程度市场化的国家债务可持续性(DSA)分析主要包括：(1) 预测债务压力指标，在给定最低可接受的债务滚动风险和保持一定经济增长的前提下，考虑周期性因素与基础情境以及压力测试情境；(2) 债务水平指标在基本收支余额变动假设下的变动路径；(3) 各国对经济增长与利率等基本经济变化的假设是否符合实际；(4) 对债务的全景分析，包括久期、货币构成和投资者基础。

实际中IMF的报告并无法给出结论性意见，因为政府在应对债务危机时的手段很多，这也决定了不同政府可以应对的不同的债务水平是千差万别的，无法以同一个标准衡量。但是，可以肯定的是，政

府债务比率不断上升，同时经济增速又回落，那么政府能够应对的手段只有债务货币化，不断降低利率。这对于政府在经济发展中扮演重要角色的“大政府”经济体来说十分困难，由于缺乏财政平衡的概念，政府不断挤出私营经济体，不断降低利率意味着政府投资可能产生的回报也越来越低，那么它的债务能力会很快受到市场质疑。对于中国来说，笔者在《债务积压下的货币与财政政策》^①中有详细的分析，债务压力的分析更重要的是债务与财政体系以及经济发展模式的三者间的联动关系，这样才可以勾勒出国家债务风险的路径。

即使是欧盟这样“小政府”特征的经济体，利率已经降到零以下，也摆脱不了债务危机的困扰。受益于欧盟的统一财政，一些债务危机较为严重的国家并没有在债务重组的威胁下面临经济长期衰退的局面，但是也对欧盟的统一财政体系提出了挑战。

应对外债的角度，外汇储备可以直接用于应对外部冲击。但从可持续性上看，非债务资本FDI流入占比越大，越安全，它没有固定利息，风险在国内和海外投资人之间共担，也是最为稳定和持久的基于流入和流出国之间的经济往来的资金来源。

① 秦勇.债务积压下的货币与财政政策[M]//比较.北京:中信出版集团,2021(5).



外债还有一个风险来自过于集中在个别脆弱的行业，以及主要的外币债务主体之间的风险暴露互相联系。比如，银行和个人单个个体都没有很大的净负债，但是由于他们的资产大多持有政府债务，而政府又持有大量的净海外负债，如果持有该国政府负债的投资人怀疑政府的偿还能力，那么该政府的负债风险溢价就会上升，银行持有的债券头寸会出现亏损，甚至是流动性出现问题。当严重到需要政府为银行补充资本，那么对于财政的可持续性的怀疑会踵而至。这种微观主体的头寸暴露间风险同质性，正是风险暴发时引发一系列连锁反应的炎诱因。

中国目前面临的中资美元债的情况就是外币企业债中房地产行业的暴露过高，按计入万德统计的中资美元债存量中地产债占比20%，金融债占比38%。目前风险还主要集中在地产领域，但已经是板块性的整体性风险，如果风险发酵，金融企业持有的地产资产头寸占比也很高，就有可能变成系统性风险。

单纯的内债风险可以通过铸币税解决，但是开放经济体下会影响资本的流动，储备不充分的情况下进而影响外债的偿债能力，这样会进一步加剧资产流出，外资本身也是政府支出的资金来源，发展型政府模型不可持续又不及时调整转变，内债也会出现危机。这个循环中，关键的一环就是一国国际收支账户相对于所采取

的汇率制度的健康程度。

国际收支账户与汇率

下面我们着重讨论的是一国的国际收支账户的可持续性。开放经济体的国际收支账户综合盈余等于所有对外部交易中除去官方储备的部分，也可以把官方储备理解为综合平衡项目，这对于固定汇率国家或者目标要把汇率波动稳定在一定幅度的国家是一个很重要的变量，它代表中央银行可以动用多少储备以满足对外汇的需求。央行买卖外汇的操作就代表了汇率压力或者是储备消耗的潜在风险。如果汇率是自由波动的，那么综合盈余应该是接近零的。

实践中怎么看待国际收支账户是受危机的具体形式左右的，在过去的70年间，人们对待国际收支账户风险的观点经历了本质的变化。20世纪50—60年代，当时的国际金融市场规模还较小，危机从萌发到展开到全面爆发演化比较缓慢，那些发生危机的赤字国家可以通过国际援助、国际借贷或者国际储蓄头寸动支来缓解，直到国际收支账户赤字引发的危机已经无法从这些渠道获得融资，这种危机会被称作流量不平衡的危机。这个时候的脆弱性评估主要集中在国际收支账户赤字的规模和储备的充足程度。土耳其在20世纪50年代末遭遇的一直持续到60年代的危机就是例子，由于巨大的财政赤字和信贷高速扩张推升国内需求，刺激通胀，因此降低了国

内商品的竞争力，贸易赤字增加，中央银行的外汇储备快速流失，当外储降到关键的低值，IMF会提供融资注入储备，同时要求收紧货币和财政政策，在一些情况下还要求里拉贬值。这种流量账户危机发展的比较慢，但是会频频出现。

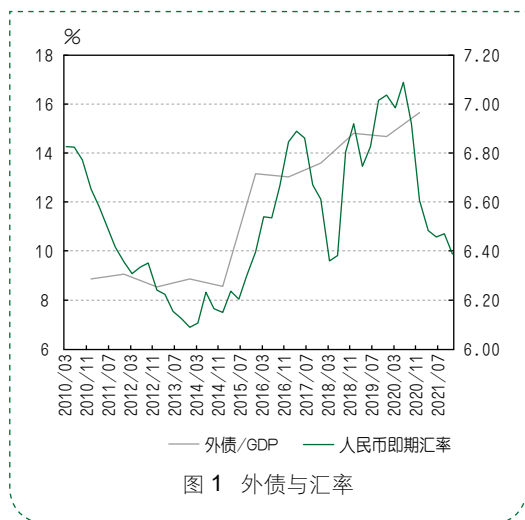
随着国际金融市场的发展，出现了新类型的危机。自20世纪70年代末开始，越来越多地危机经由国际收支账户开始衍生，那些依赖外部为国际收支账户融资的国家，越来越依赖国外借款人。在这种情况下，一旦国际投资人对风险的评估发生变化，外部融资渠道会面临即刻丧失，进而发生致命性的资本外流。此时，对债务持续性评估转为对一国的债务情况的全面评估。同时，需要紧密跟踪该国国际收支账户应对危机的能力，以及应对风险时调整政策的灵活度，此时考虑的重点侧重于对外部资金流动和流动的可持续性，以及不同久期应对资本流动的安全垫厚度。

国际收支账户的脆弱性评估和财政可持续性评估一样，IMF的第四条款磋商对此有比较系统的评估，主要看债务比率是否能保持稳定，或者中期性保持稳定。由于通常情况下外债中政府债占主要份额，所以政府债可能是外债稳定性的一个主要影响因素。当然，财政可持续性主要关注债务/GDP比，国际收支账户的可持续性则是回答在考虑汇率、通胀、利率和海外融资选择各种因素的情况下，一国面临未

来的融资需求是否允许外债对GDP的比率还能维持在一个水平，而不会影响经济发展。

为了稳定外债/GDP比，外债的增速必须与相同币种衡量的GDP增速相当，开放经济债务可持续性要求如果外债利率上行，本国货币贬值，意味着需要更高的非债务融资流入以及无息经常账户余额。从绝对值上看，中国的外债规模从2014年开始上升很快，外债占GDP（人民币衡量）已经从8%提高到近16%，外债近几年已经成为重要的融资渠道。值得注意的是，2015年是中国利用外债市场的开始，当年同时启动了汇改，由于人民币贬值压力上升，无疑加大了外债市场压力，2015—2016年外汇储备流失较为严重。以后两次外债上升吸取了经验，2018年和2021年人民币汇率都大幅升值，这有两个好处：首先是人民币升值减少了外债偿还的压力，实际上相当于给人民币美元债增信，减轻了发债主体偿还压力；其次是外国投资人对持有人民币资产更有信心，而如果是国内投资者持有的一种美元资产，可以很好地利用人民币汇率波动的周期，在强势人民币时以更低的成本获得融资。

外债稳健性分析还可以展望债务/GDP水平中期趋势，重要的就是看在当前政策组合下，给定利率和汇率水平，债务水平与非息经常账户余额的趋势关系。如果需要经常账户余额代表的融资的量无法满足



维持债务比例平稳的量，那就代表政策需要做出相应调整。过去中国净外币资产与当期非息经常账户余额的变动趋势，大体上可以解释汇率的中期变化，但是自2020年以来，虽然中国净出口绝对值创下了历史新高，却不能完全覆盖净外币资产的减少，这是中国更加依赖外币市场的结果，上面我们分析了人民币升值的有利之处。从外债稳健性角度，未来利用外债的策略不变，非息经常账户余额由于稳定汇率的需要稳中有降，这样债务相对现金流入比例会不断攀升，中长期将面临放弃固定汇率或者主动缩减外债规模的选择。

当一国货币的风险溢价上升，货币当局可以：（1）提高政策利率来覆盖风险溢价，并维持汇率水平不变。这种方法可以最小化风险溢价上行对债务比率的影响，因为提高利率并不影响短期存量债务

的利息负担。（2）维持利率水平，让货币贬值相当于风险溢价的程度。这种方法可能会引起对政府财政可持续性的担忧，尤其是当政府债务以外币为主的时候，贬值会在短时期大幅提高政府的债务比率。短期采取利率跟随政策是避免国外货币政策影响外溢的有效手段，而放任货币贬值就有可能冲击外债可持续性，这次美国加息目前我们采取的是通过维持强势货币地位，同时没有调整利率的策略。

上图代表中国过去外汇管理中外汇应用与汇率趋势关系，可以看到2015年以前人民币汇率持续走强，并且此时主要是外汇积累阶段；2015年汇改人民币快速贬值，同期第一次出现储备净消耗；由于2015年贬值压力得到释放，同时2018年出口高增长，汇率走强，但外汇没有显著增加，代表人民币汇率走强的幅度体现了汇



率管理的意图；2018年中美贸易摩擦开始，人民币汇率走弱，同时消耗了大量外汇，意味着汇率管理消耗了大量外汇的同时也不得不容忍汇率一定幅度的贬值；2020年开始的人民币走强，与中国疫情期间受益产业链优势出口持续高增长相符，但是仍然出现了大量外汇消耗，意味升值的幅度体现了外汇管理的意图。也就是说我们在面对这一次的美国紧缩周期，已经提前进行了预防式升值，在中国同期进入宽松周期后，中国货币当局采取的政策组合是，维持利率低位稳经济，中美利差快速收窄，外资流出的压力十分大，为了减缓流出，外汇管理消耗了大量的外汇将汇率维持在高位。这个政策组合，在外汇资产充足时，可以阻止汇率贬值的预期形成，甚至短期人民币汇率还走强，但是如果海外资本对于中国外汇资产的充足程度产生怀疑，就会迫使货币当局在贬值和提高利率中做出选择。

对于中国来讲，即使外汇资产短期充足，但是如果上游生产资料价格上涨（短期贸易条件改善），基于它的可贸易品竞争力变差，可能造成经常账户盈余减少，进而引发市场对货币当局维持汇率稳定的信心。中国对于动力煤、铁矿石等国内有定价权或者国内需求占主导地位的上游影响力较大，但是对于原油、天然气、农产品类上游生产和生活资料，中国是价格接受方，同时也是这些大宗的进口方，会消

耗大量外汇，加上通胀的打压只能是部分的，中国采取的货币政策组合可以持续多长时间，依赖于美国的紧缩周期。

另一方面，如果这个时候该国实施激进的刺激政策，尤其是财政刺激，那么政府赤字进一步加大，也会进一步挤占经常项目融资。此时，财政政策的可持续性要看短期内是否能够迅速拉动社会信用扩张，如果长时间对经济托而不举，也无法弥补受挤压的私人投资，那么市场可能会对财政可持续性产生怀疑。

回到当下的中国，从一些指标看，中国外债的短期应对能力是十分充分的。

第一个指标，储备可以满足几个月的进口需要，通常3个月可能是最低要求，它代表了央行可以支撑产业链和基本需求相关的关键进口的时长。对于中国，静态来看，我们的储备可以满足超过一年的进口需求。动态来看有一些新的变化，一方面我国的储备水平可能就稳定在3万亿美元以上的水平，进口量保持稳定增加，代表储备对关键进口的保障程度是下降的。另一方面，中国进口替代的能力有很大潜力，这与中国突破关键技术、在卡脖子领域取得重大进展的自主发展方针是统一的。综合来看，没有覆盖进口需求压力。这个指标，在当前的国际金融体系，国家可以获得的国际资源也较原来有很大扩展，代表性和价值都有所下降。



有一种错误的认识^①，由出口驱动和进口替代政策直接推导出成功的发展模式，因为可以大幅增加外汇盈余，但实际上，经常账户头寸恶化可能是帮助减弱经济可能受到的外部冲击，此时如果强力维持甚至改善经常账户头寸，就无法让经济做出缓慢调整。因此，进口替代政策实际上是一种财政政策（针对特定产业的也可视为产业政策），通过控制进口创造外汇净头寸，再用净头寸来实施其它财政政策。

第二个指标，储备对一国总短期外债的比。短期债务包括所有剩余久期为一年内的债务，它的考量主要是能够滚动覆盖一年内到期的债务，如果到期后无法再融资的情况下，简单的规则是储备要完全

覆盖短期外债才是比较安全的国际投资头寸。中国短期外债占外汇储备的比重经历了回落到上升的过程，但外储覆盖短期外债的空间是十分充足的。

第三个指标，储备与货币供应的比率。对于固定汇率或者不限制私人资本流动或者金融交易的国家，央行有义务在承诺汇率下买入本国货币，中国外汇储备与货币供应的比经历了倒V走势，由于中国的储备资产基本维持稳定，而货币基础则在不断扩大，货币当局在进行汇率管理时，对国内货币的收紧的效果是在减小的。

上面从两个角度都是静态地分析中国当前国际收支账户的稳健程度，总结来说一方面中国越来越多地依赖外部融资，但同时有管理的浮动汇率体系下又在消耗外

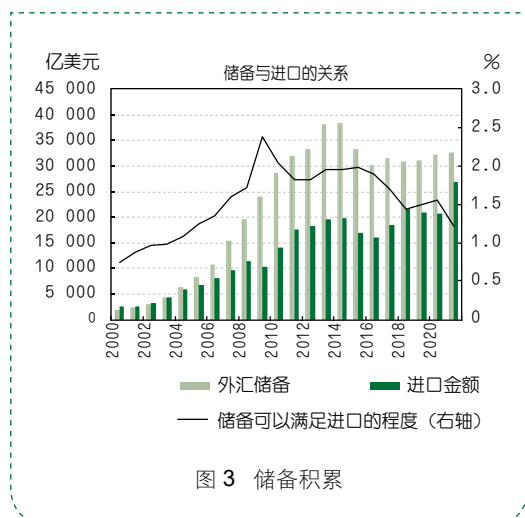


图3 储备积累



图4 短期偿债压力

① Lipschitz, Leslie and Donogh McDonald. Real exchange rates and competitiveness[J]. Empirica 19 (1992): 37-69.

汇；另一方面，从几个方面看，中国目前外储还十分充裕，应对进口需求、短期外债都十分充足，但是货币当局维持总体上强势货币对经济的收缩效果值得重视。短期如此，下面我们从国际收支与国际投资头寸两方面重点考查长期隐忧，正是这些短期行为模式不改变，导致汇率体制可能越来越受长期因素制约。

国际收支存量与流量

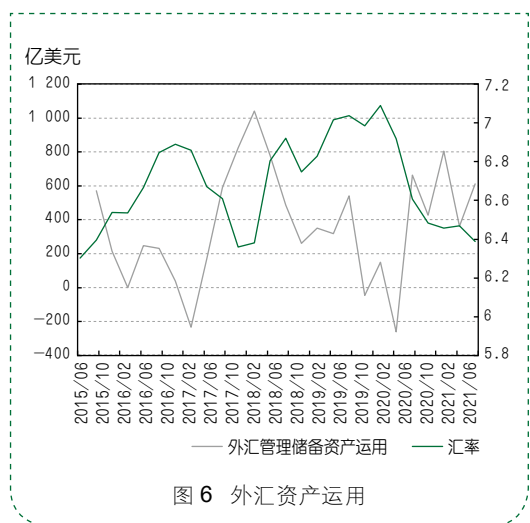
一国的外部账户有两个重要的考查角度，一个是国际收支账户，记录的是一国的居民和非居民间的交易流，包括进出口、借贷和投资；另一个是净国际投资头寸，反映的是居民持有的外币资产存量减去非居民持有的国内资产存量，它通常代表的是存量表一定时期期末的变化。

中国的国际收支差额在2015年汇改前保持在较高水平，汇改后虽然浮动区间变

宽，但并没有实现完全的清洁浮动，受贸易冲突影响和借助外债市场的需要，用于维持汇率的储备绝对水平增加，综合盈余才有所下降，但是从相对GDP的比来讲，已经从2007年16%的高位回落到当前2%不到的水平，在2015年汇改时，更是降为负值；在2018年中美贸易摩擦高峰的当年，也曾降到零以下。

从国际收支账户变动我们推出外汇管理当局管理外汇的外汇运用，可以看到自2015年以来两次人民币显著升值都与外汇管理当局的管理意图有直接关系。其中，2018年受到中美贸易摩擦的影响，虽然外汇管理当局在进出口受到很大不利影响的情况下使用了大量外汇，但只勉力把人民币稳定在较低的水平上。

国际投资头寸的结构和趋势可以看出一国对外账户的中长期趋势，国际账户





根据投资的五个职能划分了五个大类，分别是：(a) 直接投资；(b) 证券投资；(c) 金融衍生产品（储备除外）和雇员认股权；(d) 其他投资；(e) 储备资产。由于不同经济体之间绝对值无法直接比较，因此看相对GDP的比率，首先看到中国净直接投资头寸由较大的逆差，快速收窄，并且有转为顺差的可能，这个趋势自2009年开始就已经显现，在中美贸易摩擦开始的前后有所加速，这意味着过去中国是海外资本的净转入地，未来可能变成资本的净输出国，这不代表说没有外国资本对中国进行投资，外资的绝对量还是有正增长的，但是增速已经从过去两位数的增长迅速滑落到个位数增长，2015年后只有3.5%。与此同时，我国对海外直接投资呈现出快速增长，当然这个增速自2018年开始也有所放缓，由于未来政府融资需求会依旧旺盛，在开放经济下对净吸收挤占显著，未来直接投资净头寸可能会出现衰退性萎缩，相对GDP的占比趋于越来越小。

国际投资头寸中的组合投资保持逆差并且有幅度进一步扩大的趋势，说明近几年中国金融市场开放是有一些效果的，但是组合投资是相对短期的资产，大量短期投资的流入会有两方面影响。（1）海外投资者风险偏好发生变化，会导致组合投资资本在时间内快速流出，产生汇率压力，而由于中国实施的是有管理的浮动汇率制度，意味着外汇管理当局需要投入更

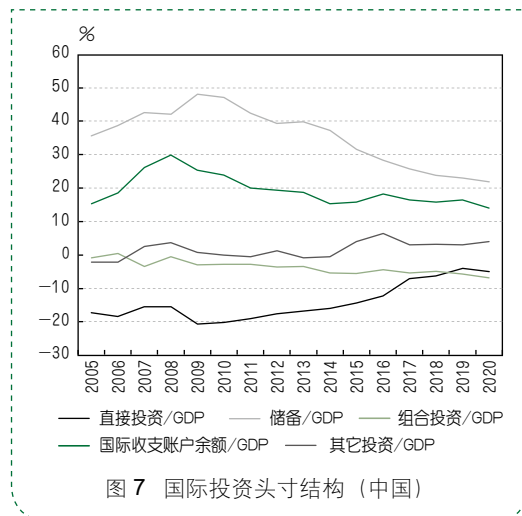


图7 国际投资头寸结构（中国）

多的外汇资产管理汇率水平，这对储备的要求更高，根据上面的分析，也会对私人投资形成挤出。（2）资本流动的自我实现。由于货币当局越来越关注资产价格的变动，也会在一定时期对货币政策形成实质性制约。以当前中美货币政策逆向而为例，货币政策既要适当宽裕以保证国内资产不出现显著下跌，同时又要防止利差收窄引起的长期资本流出，然而这种货币政策组合是宽松情境下最差的组合，利率下行空间不打开，财政刺激的乘数效果被极大的抵销，宽松的货币环境又很容易催生资产的泡沫，造成经济结构进一步脱实向虚。

这里的组合投资涵盖了衍生品投资，对于大多数国家来说银行是衍生工具的主要持有人，从中国衍生投资借贷结构可以看出中国是净衍生工具的使用者，对银行

来说衍生工具主要用做对冲，代表银行为应对汇率波动持有了大量头寸。

国际投资头寸中的其它投资具体包括的项目比较杂，可以看到自2015—2016年中国有较大其它投资净对外头寸，同期中国正大力推动一带一路倡议，有可能是相关的项目贷款。国际投资的共性是，看重可持续性和盈利能力：直接投资是较为长期的有一定控制权的投资，看重的长期盈利；组合投资虽然流动性强，但是实际上看中的是中期收益，资金的快速流动同样要承受流动性和汇率风险，没有中期回报的吸引力，很难成为国际投资者的投资标的国；其他投资主要包含的是一些贷款、债权项目，看似风险不高，但实际上有损失本金的可能，各国的其他投资头寸相对GDP的比例都不高。

国际投资头寸中一个重要的平衡项就是储备，市场过去关注比较多的是储备的绝对量，从绝对量上中国官方储备较2014—2015年要略回落，但是从相对GDP的比上看，储备相对经济体量的高点自2008年开始已经逐步回落，目前已经回落到20%左右，显著低于日本和韩国这些有相同储蓄文化的亚洲国家。

综合下来，中国的净国际投资头寸占GDP的比已经回落到13%的水平，更是大大低于日本和韩国。同时另一方面，日本和韩国已经是浮动汇率国家，它们没有平衡汇率的外汇需求，对浮动汇率国家来说

净头寸代表充裕的海外资金融资来源。中国实施的仍然是有管理的浮动汇率，外汇储备中有很大汇率管理需求占比。

上面，我们从动态的角度评估了国际资本流动。近两年经常账户大幅盈余，运用外汇资产管理外汇波动的需求也越来越大，同时对外账户的中长期结构自2015的开始就在恶化。（1）直接投资可以看做长久期的外资流入，直接投资逆差占比收窄甚至转正，意味着中国对外汇需求管理越来越趋于短期化，可能导致应对短期流动性冲击的手段受限。（2）组合投资是短久期的外资流入，逆差有所扩大，意味中国流动性管理的需要越来越大。（3）储备做为一种现金性质的对外资产，相对GDP的占比目前还可以稳定在历史低位，但是国际局势已经发生重大变化，各国都开始强调自身的产业链安全，即使经常项目不发生衰退，越来越不足以应对增加的外汇管理以及为国内投资需求融资的需要。

在当前中国国内经济的大循环模式下，继续固定汇率与外汇管理模式的可持续性会越来越受到挑战。中国是政府主导发展经济的模式，政府投资需要会持续存在，如果回到开放经济国民经济恒等式上，可以看到贸易盈余融资支撑作用显著下降，内债受财政可持续性的限制，外债受到国际收支平衡可持续性的限制，而利用外资和防止或减少居民对外投资又需要



维持人民币相对强势。这在固定汇率制下，已经形成了不可能三角，也体现了开放经济下，财政和货币政策的边界所在。

开放经济体的财政货币与汇率体制的经验

未来中国经济发展的很多变量都会发生很大变化，比如财政要让地方政府作为预算平衡主体并发行和承担债务责任，还是进一步财政一体化，发挥中央财政平衡的作用，同时可能面临财政可持续性的难题。汇率机制也是一样，财政困难的另一面是外部资源供给不足，依赖外部债务市场那么面临汇率管理消耗的外汇会增加。因此有必要看一下主要经济体的发展经验。

在国际收支存在的巨大不平衡的争议中一直有两派观点，有认为是盈余方的问题，也有认为是赤字方问题，以美国为例，他的财政赤字巨大并且一直在增长中，居民储蓄相对于GDP的比在下降，美国的国际收支账户赤字就是这种不平衡的结果。

美国的国际投资头寸结构上可以看出，美国相对于GDP来说只保有了极少量的储备资产，而其它账户头寸均为负，其中提供较长期、稳定资金流入的直接投资账户于2016年之前还是少量净对外投资，中美贸易摩擦之美国实施“制造业回流”战略后，直接投资已经转为净流入，并且有所扩大的趋势；提供中期资金来源

的组合投资账户一直是逆差，并且有进一步扩大的趋势；其它投资也有逆差扩大的趋势。综合起来，美国的国际收支账户余额有巨大的逆差敞口。前文在讨论一国的储备的充足程度的时候一些指标，满足进口需求的持有储备的要求是在用长久期资金应对短久期需求，对美国是更加不适用的，它的储备保有量只能够满足数周的进口需求，但这恰恰反映了美国外汇管理的高效性，它对储备的管理相当于流动性管理来应对流量需求。美国之所以能够做到这一点，正是因为它有大量的长久期资金流入，它对长期外汇需求的管理都可以用类似银行准备金的方式。

由于美国是全球主要储备货币的发行国，因此不存在汇率管理导致国内货币政策的紧缩或扩张的情况，而汇率的波动会引起国内产业相对竞争力的变化，过去低端制造业流出可能是这种调整的结果，但是此次“制造业回流”以及“产业链安全”的相关政策相当于产业政策，可能已经在改变造成经常项目逆差的一些产业结构问题。

对于居民储蓄率，实际上无论国内储蓄率高低，开放经济体都应当利用海外资源。因为一国的发展是受到实际资源约束的，通过国际收支账户转移到国内的海外储蓄可以补充国内投资需要。美国能够利用大量的国际收支赤字，相当于利用杠杆发展，能撬动这个杠杆的不仅仅是美元的

地位，因为大量投资并不仅是追求储蓄回报，而是追求的实体或金融投资回报，美元只是代表能够利用这个投资环境和获利这个投资回报的一整套社会、经济、法律和金融制度支持。

在现代经济里，负债或者说杠杆是资源的跨期配置。但是想要利用这个杠杆，就需要有配套的经济发展模式，浮动汇率是利用国际资源的最经济的汇率安排，它不需要将流入国内的资本用做汇率管理。中国一直对实施浮动汇率有争议，但如果认为不具备实施浮动汇率的基础，也就是说不具备吸引长期资金的基础，那么利用开放经济的资源的能力是十分受限的。

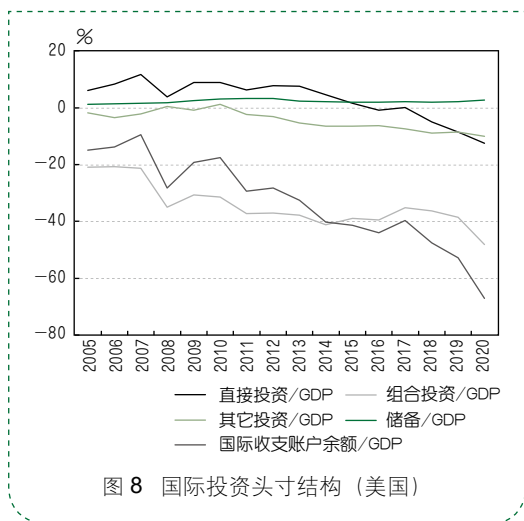
与美国经济发展模式截然相反，但有着相同汇率体制的是日本的例子。日本经济体量排名全球第三，也实行浮动汇率，与美国不同的是，日本储备资产占GDP

比达20%，和中国相当。直接投资头寸显著为净对外投资，且2013年后占GDP的比有明显抬升。组合投资头寸也为净对外投资，组合投资自2009年开始占比缓慢回落。综合看，日本国际投资净对外投资头寸GDP占比已经高达70%，日本对外净资本输出幅度和美国对外净负债的幅度形成鲜明对比。

这并不代表日本的储蓄倾向很高。实际上日本的储蓄率29%略高于欧盟，显著高于美国，但是在亚洲国家中处于较低水平，显著低于中国和新加坡，2010年后中国和新加坡的储蓄率都有所回落，中国目前也已经远高于新加坡。

日本是开放经济体中很好的利用全球市场的另一个典范，由于日本资源有限，人口老龄化严重，而日本海外移民也较好的融入当地经济生活，因此他的企业的投资是放眼全球的。日元之所以成为避险资产，实际上就是依靠他对美元的厚实储备，与此同时按资本的久期来分，现金性质的储备、中期性质的对外组合投资、长期性质的对外直接投资，构成了应对资本流动的“三级”安全垫。

韩国和日本相比国际投资头寸结构很相近，除了组合投资韩国是逆差，但是2013年后组合投资逆差迅速收窄，另外储备资产上韩国比日本保有更大的比例，可能是亚洲金融危机的教训所至。综合下来，韩国的国际投资头寸也已经大幅转



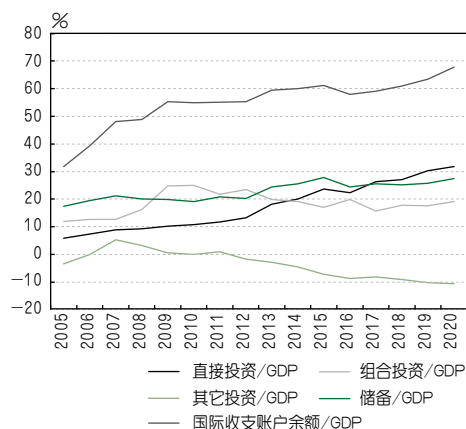


图9 国际投资头寸结构（日本）

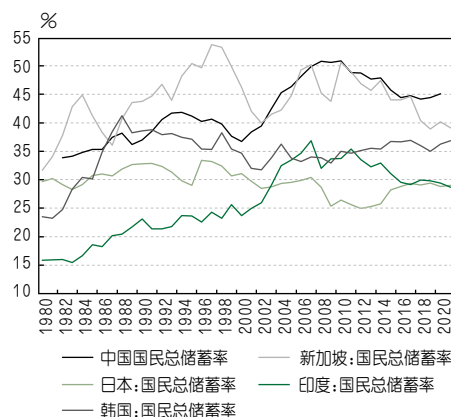


图10 国民储蓄率

正。从人口结构上看，韩国2020年人口正式进入负增长，并且也进入加速老龄化的时代，可见在国际资产的布局上也采取与日本更接近的发展模式。

总结与建议

固定汇率可以视为政府放弃铸币税的一种政策，它让政策当局很容易左右私营部门的通胀预期。而浮动汇率则给政策制定者调节收入税和通胀的弹性以支持政府开支。浮动汇率的成本会逐渐上升，因为如果政府开支以可预期的速度增加，那么浮动汇率下就可以预期到未来有持续的高通胀。但是浮动汇率也有它的优势，那就是货币当局可以制造通胀意外，就可以反过来影响实际变化。中国采取的有管理的浮动汇率制度，介于两者之间。由于汇率的波动既有周期性也有结构性的因素，我

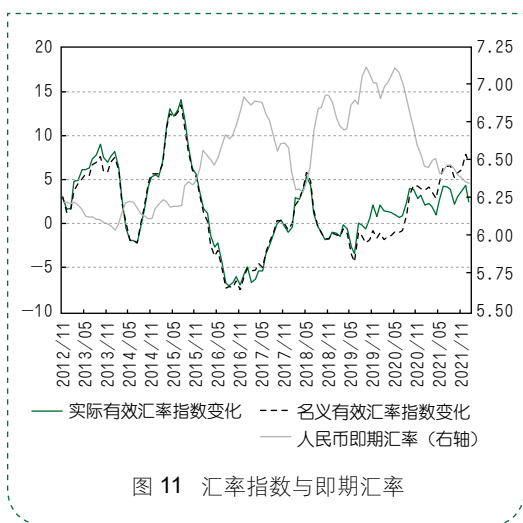
们用实际和名义有效汇率的变化来看中国的管理思路。

有效汇率是以一国主要贸易国占比为权重的平均汇率，用于衡量一国贸易品的国际竞争力。把有效汇率变化与实际汇率比较，可以较为好的拟合出实际汇率的趋势，当这种趋势并没有体现在实际汇率变化上时，代表央行同时在汇率市场上进行了干预。可以看到有三个时间段实际汇率与有效汇率的变化发生偏离，一个是2014—2015年，另一个是2019—2020年，还有一个就是当前。

2014—2015年有效汇率是上行的，但实际汇率没有出现持续上行，而是停留在一个较高的水平。当时中国的经济基本而情况是：PPI已经连续2年负增长，出口增速持续下滑，经历了出口负增长最长的一段时间，房地产投资增速显著下滑。可见

基本上并不具备汇率走强的基础，说明有效汇率发生了偏离。我们知道当中国商品价格持续下行时，贸易条件是恶化的，有效汇率应该是走弱的，之所以中国的有效汇率走强，是因为中国出口回落的同时，实施的进口替代，进口回落的幅度更大，实现了衰退式的盈余，这种贸易结构上的变化可能左右了有效汇率与实际情况发生偏离。而如果再看同时外汇储备的变化，也出现了快速下行，说明贬值压力很大，央行同时又通过动用外储维持了人民币的强势地位。

这个时期主要是周期性因素主导，美国当时正在退出金融危机的量化宽松政策，当时中美10年期国债利差迅速收窄。中国应对的方法是进口替代的结构调整，允许汇率一定贬值，缓解需求的压力，同时接受国内价格上行。



2019—2020年，有效汇率出现过一次短暂的走强，但实际人民币汇率却走弱。这个阶段中国经济的基本面情况是：PPI再次进入下行趋势，但2019年CPI是显著上涨的（名义有效汇率保持稳定，代表经济有通缩压力），如果我们把CPI看做可贸易品的价格代表，把PPI看做不可贸易品的代表，贸易条件是改善的。与此同时，由于出口再次面临负增长，进口出现更大幅度的回落，还是实现了衰退式盈余。这个时间实际人民币汇率出现贬值，主要受结构性因素影响，体现在2019年直接投资逆差收窄到历史低点，长期资金流出压力较大。

最后就是现阶段，有效汇率呈现震荡，但是实际人民币汇率却持续走强。近期中国经济的基本面情况是：PPI频频创下历史新高，CPI持续疲弱（名义有效汇率走强，GDP平减指数显示价格上行很明显）。同时大体上出口和进口保持了较高的增速，经常账户盈余创下历史新高。

当下中国面临的既有周期性因素，也有结构性因素。周期性方面来讲，美国国内通胀达创下自1980年以来的新高，并且已经开始实施快速的收紧政策，中美10年期国债利差自2020年达到高点后持续收窄，美国加速进入加息周期，一度中美利差出现60bps左右的倒挂。结构性因素包括：可贸易品相对不可贸易品价格回落，贸易条件恶化；近年来加大了利用外债市场的力度，但是国内偿债压力也上升，尤



其是房地产领域的风险积聚；直接投资可能在疫情控制优势消失，以及国内外防疫政策也出现背离，进一步恶化。

这一轮中国应对政策组合是：稳健的货币政策灵活适度，由于CPI非常疲弱，并没有造成通货膨胀和通货膨胀的预期，意味着财政会有压力，如果房地产领域的风险蔓延到财政的偿债能力，那么财政可持续性会引发市场质疑汇率调控的能力；汇率不仅没有贬值应对需求压力，还持续升值，虽然一定程度上缓解了外债的偿还压力，并对外债偿还增信，但是一方面会限制财政政策发挥作用，同时可能进一步打压国内可贸易品的竞争力，并导致需求进一步萎缩。由于美国处于紧缩周期，而人民币对美元是有管理的浮动，那么很自然会对人民币有收紧效果，如果只

能够平衡周期带来的货币政策收紧，那么实际上总量的货币政策也是收缩的，未来通缩压力显著；维持汇率稳定甚至强势消耗了大量外币净资产，从中国的净国际投资头寸占GDP的比有可能进一步回落，并且美国的加息周期并不意味着经济很快转向衰退，如果在整个过程中都通过消耗外币资产，那么储备的可持续性会受到质疑。

更远期看，中国金融市场开放，制度性开放，负面清单等制度，都在为与国际市场对接做准备，从政府的角度财政刺激主导的经济发展模式也面临转折，需要将信用扩张的主动权交还给企业与市场，并充分的利用国际市场，并减少汇率管理的资源消耗，逐步实现汇率自由浮动。^[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1]易纲.中国的货币化进程[M].北京:商务印书馆, 2003.
- [2]余永定, 张宇燕, 郑秉文.西方经济学[M].北京:经济科学出版社,2003.
- [3]Barry Eichengreen.The Endogeneity of Exchange Rate Regimes[R].NBER Working Papers 4361,1993.
- [4]IMF.Assessing Reserve Adequacy[EB/OL].<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>.
- [5]IMF.Balance of payments and international investment position manual[EB/OL].<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>.
- [6]IMF.Financial Soundness Indicators Complication Guide[EB/OL].<https://www.imf.org/-/media/Files/Data/2019/2019-fsi-guide.ashx>.
- [7]Jacob A Frenkel,Assaf Razin.Fiscal Policies and Real Exchange Rates in the World Economy[R].NBER Working Papers 2065,1986.
- [8]Julian di Giovanni,Jay C Shambaugh.The impact of foreign interest rates on the economy: The role of the exchange rate regime[J].Journal of International Economics,Volume 74,Issue 2,2008:341-361.
- [9]Vittorio U Grilli.Fiscal Policies and the Dollar/Pound Exchange Rate: 1870-1984[R].NBER Working Papers 2482,1988.
- [10]Willem H Buiters.Fiscal Prerequisites for a Viable Managed Exchange Rate Regime: A Non-technical Eclectic Introduction[R].NBER Working Papers 2041,1986.